

## 景気の見通し

- ◇ 世界的に景気の減速感高まる
- ◇ 日本の実質GDPが震災前の水準に復旧するのは年末
- ◇ 震災復旧は順調だったが、内外需の弱さからその後の回復は緩やか

### 1. 景気の現状と見通し(平成 23 年 8 月 22 日現在)

世界的に景気  
減速感高まる

世界的に金融市場が混乱しています。その背景には世界の景気減速があります。米国では企業心理が悪化、雇用回復ペースの鈍化が目立ちます。GDP データの下方修正もあり、米国の成長率予想を下げる動きが相次いでいます。中国など新興国では、物価上昇対策の金融引き締めが、物価高を抑える前に成長率鈍化を招く懸念が高まっています。

震災復旧後の  
日本の回復は  
緩やか

日本では、東日本大震災被害からの復旧は企業セクターを中心に比較的順調です。しかし、年末にかけて復旧から復興へと局面が変われば、再び回復は緩やかとなる可能性が高いとみています。電力不足の全国への拡大が設備投資の先送りを招き、内需が冴えない中、海外景気が減速しているためです。公共事業の本格実行などに支えられ、実質 GDP は年末に震災前の水準に戻るものの、その後はリーマン・ショック後の緩慢な回復軌道に戻ると予想されます。

#### 1-1. 4-6 月期まで GDP は 3 期連続マイナス

4-6 月期実質  
GDP は 3 期  
連続マイナス

2011 年 4-6 月期実質 GDP1 次速報値は、前期比 0.3%減と 3 期連続のマイナス成長でしたが、市場予想(前期比 0.6%減)ほど落ち込みませんでした。但し、最大の押し上げ要因は民間在庫の増加でした(図表 1)。震災による生産停滞で手元在庫を取り崩した企

図表1: 実質GDP 項目別寄与度

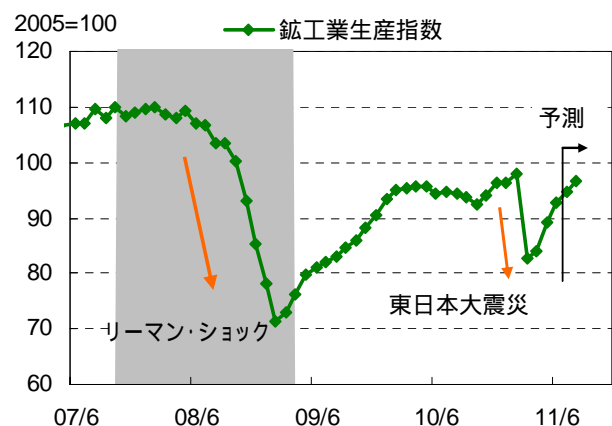
4-6 月期の落ち込みは予想より小さかった

前期比、 寄与度%	2010			2011	
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
実質GDP	-0.1	1.0	-0.6	-0.9	-0.3
民需	-0.4	1.2	-0.4	-0.8	0.2
個人消費	-0.2	0.5	-0.5	-0.4	-0.0
民間住宅	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1
設備投資	0.3	0.1	0.0	-0.2	0.0
民間在庫	-0.5	0.5	0.0	-0.3	0.3
公需	-0.1	0.0	-0.1	0.1	0.2
政府消費	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
公共投資	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.1
公的在庫	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需	0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8
輸出	1.0	0.1	-0.1	0.0	-0.8
輸入	-0.6	-0.3	0.1	-0.2	-0.0

出所: 内閣府、りそな銀行

図表2: 鉱工業生産指数(灰色は景気後退期)

回復の目途が下がっている懸念



出所: 経済産業省、内閣府、りそな銀行  
注: 予測は経済産業省予測調査による

#### 注意事項

\*当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とに拘わらず、**弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。**また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。  
\*また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。**取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。**

内外需が弱い  
中、在庫の動  
きに注目

業が在庫を回復しようとした動きや、夏の節電要請に対応して前倒し生産を実施する企業がまったためとみられます。しかし、国内消費の低調が続く中、外需も減速しており、今後積み増した在庫が順調に消化されるかは不透明です。設備投資の先送り傾向と合わせ、7-9月期は回復一服となる可能性もあるとみています。

## 1-2. 足元の動きは順調な「復旧」に過ぎない

生産は8月ま  
で増加見通し

6月の鉱工業生産は前月比3.9%増、輸送機械が同18.5%増と全体を牽引、電子部品・デバイス(同5.3%増)も4ヶ月ぶりの増加でした。予測調査によると8月まで増加が続く見通しですが、調査の提出期限は6月10日と、7月の原発ストレステスト実施方針発表以降、増してきた電力供給懸念の影響は織り込まれていないとみられます。

足元の順調さ  
は「復旧」で回  
復とは異なる

鉱工業生産統計でも4月以降、予測調査は下回ってきたものの、平常時を超えるピッチの生産増が続いていることが確認できます。しかし、ここまでは被災により生じた生産停滞からの「復旧」であり、「復興、その先の回復」とは分けて考えるべきだと思います。現状をV字回復とみる向きもありますが、それでは回復すべき水準が、以前の「リーマン・ショック前」から、「震災前」に下がることになるためです(図表2)。

経済産業省の産業実態緊急調査によると、6月下旬時点で製造業の8割が生産水準は震災前と同じか上回ると回答し、順調な復旧ぶりを示しています。しかし、被災していない拠点の生産水準回復・増加の要因に、「被災拠点の代替生産」や「節電のための前倒し生産」が挙がっています。6月までの強めの生産実績に、こうした一時的な高上げが含まれていたことには注意が必要でしょう。一方、生産が減少したところは20%程度ですが、理由は「国内需要の減少」が最も多く、深刻です(図表3)。

生産予測の下  
方修正続く

さらに、製造業の35%が取引量の減少や契約の打ち切りなど、海外取引に既に影響が生じているか、今後生じる懸念を持っています(図表3)。理由としては、「十分な供給量が確保できなかった」、「原発事故に対する過剰反応、日本の技術・製品への信頼の揺らぎ」が最も多くなっています。特に後者は、影響が長引く可能性があります。生産体制の完全正常化がみえてくる中、大手自動車メーカーが強気な生産目標を立てていますが、需要が予想を下回りかねないと懸念しています。

図表3: 産業実態緊急調査(製造業、6/14-7/1)

製造業のうち3割は、震災が海外取引に影響

### 被災していない拠点の生産水準の要因

回復・増加の要因		減少の要因	
震災からの復興需要	15%	国内需要の減少	28%
サプライチェーンの回復	15%	部品・部材不足	13%
被災拠点の代替生産	11%	被災拠点の復旧の遅れ	4%
海外需要の増加	9%	海外需要の減少	0%
節電のため前倒し生産	4%		

複数回答

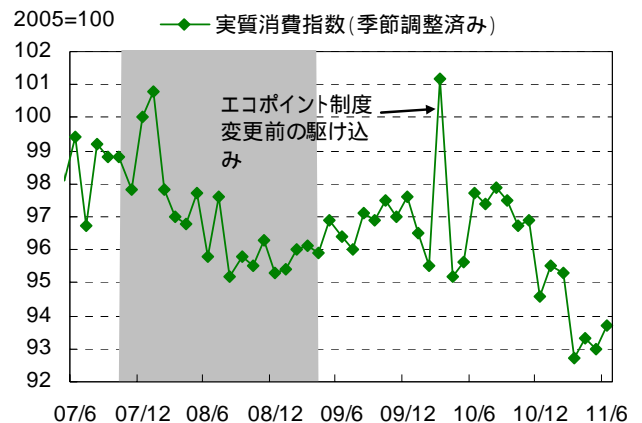
### 震災による海外取引への影響

既に影響が生じている		影響の理由	
既に影響が生じている	33%		
今後生じる懸念あり	2%	十分な供給量が確保できない	47%
影響なし	65%	原発事故に対する過剰反応、日本の技術・製品への信頼の揺らぎ	41%
		調達先の分散によるリスクヘッジ	0%

複数回答

図表4: 実質消費指数(灰色は景気後退期)

実質消費は底ばいが続いている。



出所: 総務省、内閣府、りそな銀行

出所: 経済産業省、りそな銀行

## 1-3. 地デジ化・節電特需も小粒、消費は依然低調

地デジ化や節  
電特需は小  
粒、消費全体  
は低調

6月の二人以上世帯の実質消費支出は前年比4.2%減と、3ヶ月ぶりに落ち込み幅が拡大しました。東北・関東地方が同6.0%減、その他の地方も同2.7%減と、共に落ち込みが深くなりました。品目別では、自動車やガソリンなど自動車等関係費、国内旅行などの

表紙の注意事項をよくお読みください。

教養娯楽用サービス、設備修繕等の住居費が減少しています。7月の地上デジタル放送への完全移行を控え、テレビの販売好調が報道されていましたが、テレビを含む教養娯楽用耐久財の消費全体への寄与度は0.26%ポイントにとどまりました。

消費者心理は改善しているが、需要先食いの副作用が重い

季節調整済みの4-6月期消費支出は前期比1.4%減と、消費低調を示す結果でした。クールビズ衣料や扇風機など節電関連商品は単価が小さい上、好調も一部地域に限られた現象とみられ、消費全体を牽引する力はないようです。7月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは引き続き、消費者心理の改善を示しましたが、消費全体の増加につながらないのは、エコカー補助金や家電エコポイント制度で需要を先食いしてしまったためとみられます。こうした消費刺激策の副作用は今後も重石になるとみえています(図表4)。

### 1-4. 雇用環境悪化に歯止めも、賃金は15年前と変わらず

雇用環境悪化に歯止め

労働力調査は震災により調査が出来ない、岩手、宮城、福島の前3県を除いたベースでの公表が続いています。6月の失業率は4.6%と前月比0.1ポイント上昇。失業者数が同6万人増加、就業者数も4ヵ月ぶりに同4万人増加しました。職探しをしていない人が含まれる非労働力人口が同13万人減少しており、職探しを再開する動きとみられます。なお、岩手、宮城の一部で調査が再開され、単純集計ながら失業率は岩手が4.2%(5月6.5%)、宮城が5.9%(5月7.0%)と、共に改善しています。また、職の見つけやすさを示す有効求人倍率は0.63倍と前月比0.02ポイント改善。都道府県別では岩手、宮城、福島の他、5月に悪化した愛知(同+0.05ポイント)でも改善。雇用環境悪化に歯止めが掛かったことを示しています。

賃金は15年前と変わらず

一方、毎年6月の賃金を集計する賃金構造基本統計調査によると、2010年は賃金(残業代や賞与を除く)が5年ぶりに前年比で増加に転じました。もっとも、金額は29.62万円と、2001年の30.58万円をピークに下落が続いていたものが下げ止まったに過ぎず、15年前の1996年(29.56万円)とほぼ同じ水準です(図表5)。

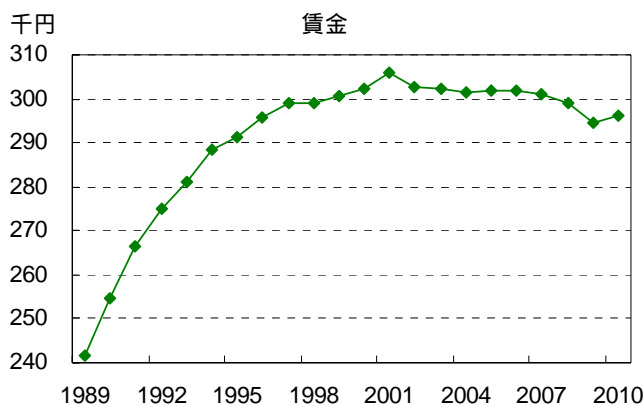
### 1-5. デフレ傾向は続いている

CPIの新基準採用でデフレ継続が鮮明に

消費者物価指数(CPI)は8月26日に発表される7月分から、これまでの2005年を100とする2005年基準から2010年基準に変わります。先日、新基準による過去に遡ったデータが公表されました。基準改定に当たっては「家計消費支出割合の大きいものから順に指数に採用する品目」が選ばれ、「支出割合に基いて」ウェイトが決まるため、基準となる年によく売れた商品のウェイトが高くなります。2010年は家電エコポイント対象の冷蔵庫、エアコン、テレビのウェイトが上昇しました。売れている工業製品ほど大量生産され、

図表5: 賃金構造基本統計調査 賃金の推移

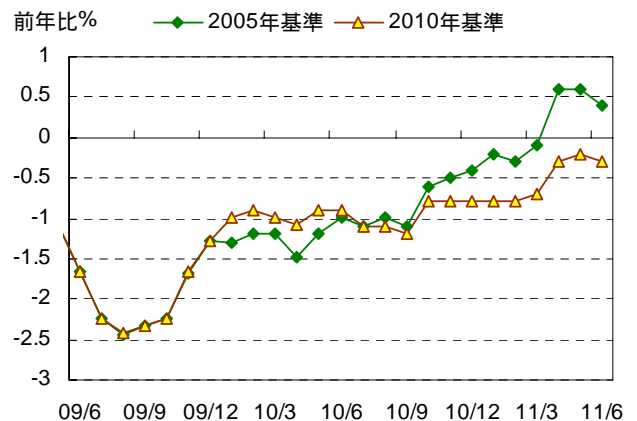
賃金は下げ止まったが、水準は15年前と変わらない



出所: 厚生労働省、りそな銀行  
注: 賃金は残業代や賞与を除く所定内賃金

図表6: 全国消費者物価指数(生鮮食品を除く)

実勢を反映した新基準適用でデフレ継続が明確に



出所: 総務省、りそな銀行

表紙の注意事項をよくお読みください。



価格が下落する傾向があるため、家電などのウェイトが高まれば、CPI には押し下げ圧力が強くなります。

6月の生鮮食品を除くCPIは現基準では前年比0.4%上昇でしたが、新基準では同0.3%下落となります(図表6)。うちテレビが0.37ポイントの押し下げ要因です。改定は5年毎のため、基準年から遠ざかるほど売れ筋の商品が変化し、価格変動を過小評価してしまいます。実勢を反映させると、日本のデフレ継続がはっきりしたということです。前述のように賃金が長期に渡って上がっていないこともデフレと絡んだ動きと考えられます。

### 1-6. 復興需要は先送り、国内設備投資は年末まで横ばい

電力不足解決に目途が見えず、国内設備投資は先送り

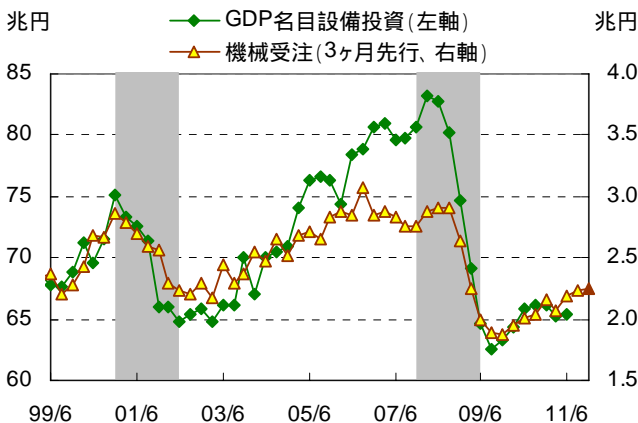
国内設備投資はリーマン・ショック後の低調が続いています。復旧・復興に伴う設備投資の増加も実現していません。原子力発電所の再稼働問題など電力供給の先行きに目途が見えないことから、国内設備投資が先送りされているとみています。電力問題は冷房需要の落ちる秋には生産活動への影響がなくなり一旦落ち着くものの、長期的に設備投資への重石になり続けるとみています。

機械受注は国内設備投資が年末まで横ばいで推移することを示唆

4-6月期のGDP設備投資は、実感に近いとされる名目ベースで前期比0.2%増でした。震災の影響で同1.3%減となった後の横ばいですから、基調はかなり弱いということです。更に、国内設備投資に3-6ヶ月先行する指標である、船舶・電力を除く民需からの機械受注は3月下旬時点では4-6月期に同10.4%増加する見通しが示されていましたが、結局は同2.5%増にとどまりました。内閣府は7-9月期の機械受注が同0.9%増に減速する見通しも公表しています。この見通しに則れば、復興需要は更に先送りされ、国内設備投資は年末まで横ばいの可能性が高いということになります(図表7)。

図表7: GDP設備投資と機械受注(灰色は景気後退期)

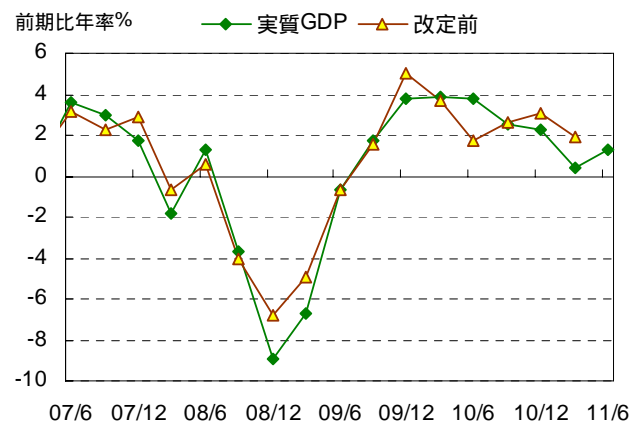
復興需要は先送り、国内設備投資は低水準が続く見通し



出所: 内閣府、りそな銀行  
注: 機械受注(船舶・電力を除く民需)の直近は7-9月期内閣府見通し

図表8: 米国 実質GDP成長率 改定前との比較

米GDP成長率は大幅に下方修正された



出所: BEA、りそな銀行

## 2. 米国 - 景気後退は現状では考えづらい

米国景気に対する悲観論が台頭

米国の経済指標は依然として冴えず、米国景気に対する悲観的な見方が増えていきます。市場が「総弱気」に転じたのは、7月29日金曜日に4-6月期GDP公表に合わせて、恒例のデータ改定を行った後のことのように思います。改定の結果、今年1-3月期は前期比年率1.9%増から、同0.4%増へ下方修正され、2008年のリーマン・ショック直後の落ち込みはより深かったことになりました(図表8)。週明けの月曜日(8月1日)には、市場の注目度が高い7月のISM製造業景況指数が50.9へ下落、製造業景気の拡大と縮小の判断の分かれ目となる50割れが視野に入ってきました。一方、5日公表の7月雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比11.7万人増と3ヵ月ぶりに10万人を超える増

加となり、失業率もわずかに低下しましたが、市場の弱気を覆すような内容ではありませんでした(図表 9)。同日には米大手格付け会社が米国の長期債格付けを初めて格下げしましたが、前述の GDP 下方改定も影響しています。

FRBは2013  
年半ばまで超  
低金利を維持  
すると表明

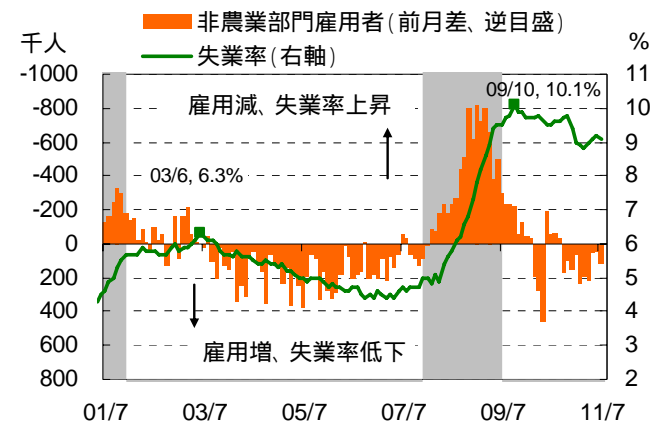
世界的に金融市場が混乱する中、8-9日にFOMCが開催されました。新たな金融緩和策が打ち出されると期待する向きもあったものの、現在の超低金利政策を「少なくとも2013年半ばまで(at least through mid-2013)」続けることを明示するにとどまりました。但し、これはこの先2年は自律的な景気回復を期待していないと読めます。

米国経済については、今のところ、マイナス成長が2期以上続く景気後退までは考えにくく、減速の段階で踏みとどまると考えています。原油価格が落ち着いてきたことに加え、鋳工業生産も日本の震災の影響が薄れ、復調してきています。ISM製造業景況指数の低下、特に新規受注指数の50割れは、景気後退を早期に示唆してきた過去の実績から注視しています。しかし、同指数は前月と比べてよいか悪いかを判断しているため50未満=不況のサイン、とみるのは短絡的です(図表10)。調査参加者からは、異常に高い水準からの悪化("the business conditions are declining from abnormally [high] record-breaking levels.")や外需の堅調さを指摘する声が出ています。

また、オバマ大統領は9月に追加景気対策を発表する予定です。雇用対策が柱とみられ、景気浮揚への過大な期待はできませんが、景気下支えの効果はあるとみています。

図表9: 米国 雇用統計(灰色は景気後退期)

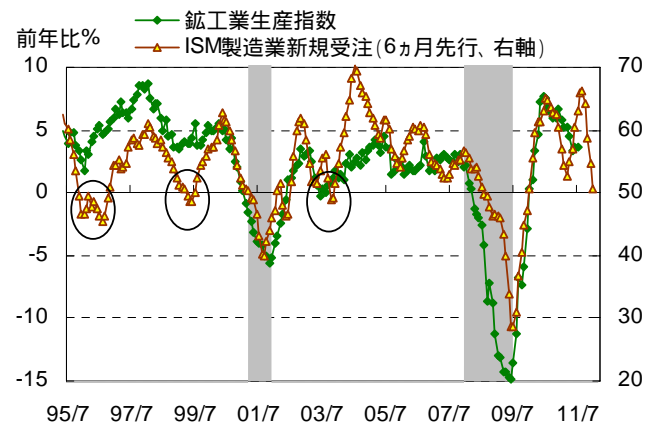
回復ピッチは鈍いが、5-6月に比べれば改善



出所: 米労働省、NBER、りそな銀行

図表10: 米国 生産、ISM 指数と景気後退期(灰色部分)

米景気は減速段階で踏みとどまるとみている



出所: FRB、ISM、NBER、りそな銀行

注: ISM 指数は3ヵ月移動平均

### 3. 中国 - 景気失速懸念は小さい

景気失速懸念  
は小さい

中国では、金融引き締めや夏場の電力不足により景気は減速傾向ですが、失速の懸念は依然として小さいとみえています。7月の輸出は4ヶ月連続で過去最高を更新し、貿易黒字は315億ドルと2009年以来の水準に回復しました。鋳工業生産指数は前年比14.0%上昇と6月(同15.1%上昇)より減速しましたが、2010年平均の同14.5%上昇に比べ、見劣りするわけではありません。また、自動車販売台数も前年比増加基調に戻っています(図表11)。伸び率は去年と比べるべくもありませんが、減税終了後でも増勢を保っていることは中国の内需の堅調さを示しています。指標でみる限り、中国景気の失速懸念は今のところ小さいと考えられます。

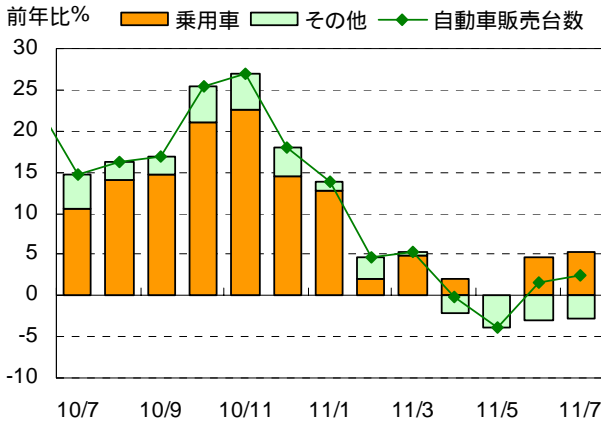
金融引き締め  
は続く見通し

一方、7月の消費者物価は前年比6.5%上昇と、加速が止まりません(図表12)。このところ物価上昇の最大の要因は豚肉価格の高騰ですが、7月も同56.7%上昇(1.46%ポイントの押し上げ)となりました。10日おきに発表される50都市平均の食品価格調査によると、豚肉価格の上昇率は高水準ながら6月下旬の70%超から7月下旬には50%程度

に落ちています。6月の大規模な洪水の後遺症で野菜価格が上昇するとの見方も出ていますが、食品価格、ひいては消費者物価全体がこれまでのようなペースで上昇し続ける可能性は低いとみています。物価上昇率が鈍化すれば、金融引き締めの頻度はこれまでより落ちると考えられます。

図表11: 中国 自動車販売台数(前年比)

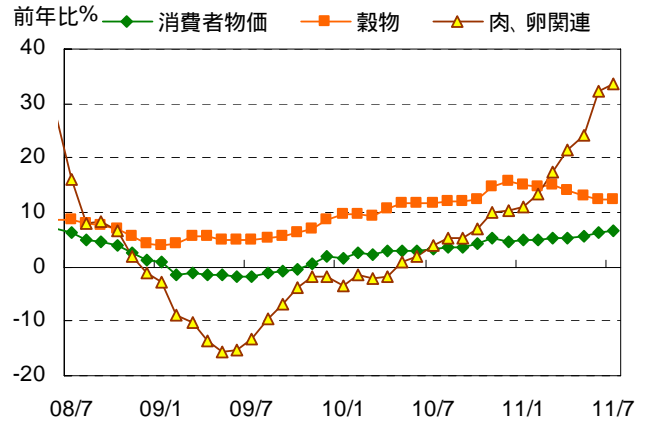
減税終了後も乗用車の売れ行きは好調



出所: 中国自動車工業協会、りそな銀行

図表12: 中国 消費者物価

消費者物価上昇率の加速は止まっていない



出所: 中国国家统计局、りそな銀行

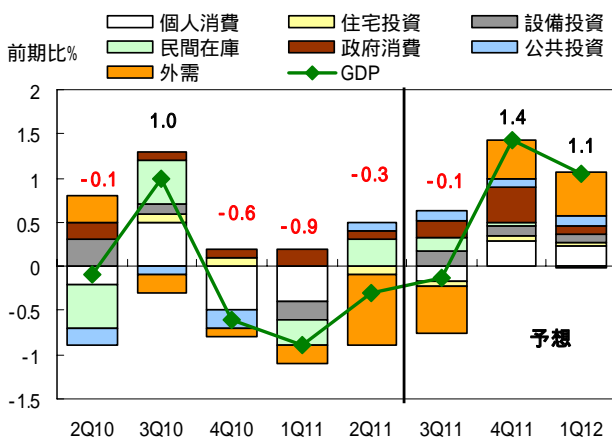
## 4. 日本の GDP 予想 - 復旧後の回復は緩やか

年末に GDP が震災前水準を復旧した後の回復は緩やか

以上を踏まえた日本の実質 GDP 成長率の予想です(図表 13、14)。先月までのシナリオを据え置きますが、4-6 月期実績は予想を上回ったため、2011 年度の成長率を上方修正しました。生産体制復旧の速さは想定を超えましたが、GDP が 10-12 月期に震災前の水準に戻った後の回復は緩やかになるとみています。電力不足懸念拡大と内外需の弱さが足枷となるためです。米国については現在の緩やかな回復見通しを更に下方修正するほどの材料はまだ出ていないと考えています。しかし、米国経済への悲観論が足元で急激に高まっており、たとえ一時的であってもアジアを筆頭に世界の設備投資や新規雇用を慎重にさせる効果は見逃せず、外需はもう一段弱含むリスクはあります。

図表13: 実質 GDP 成長率予想(前期比)

2011 年 7-9 月期までマイナス成長が続く見通し



出所: 内閣府、りそな銀行

注: 1Q=1-3 月期、2Q=4-6 月期、3Q=7-9 月期、4Q=10-12 月期

図表14: 実質 GDP 成長率予想(年度)

2011 年度はマイナス成長の予想

%、内訳は寄与度	2009年度実績	2010年度実績	2011年度予測	2012年度予測
実質GDP	-2.4	2.3	-0.2	1.8
個人消費	0.0	0.5	-0.3	0.4
設備投資	-2.1	0.6	0.1	0.2
公需	1.2	0.0	0.8	0.0
外需	0.3	1.2	-1.1	1.0

出所: 内閣府、りそな銀行

注: 公需 = 政府消費+公共投資

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください